
Die Stellung von Fußballanleihen im Finanzierungsmix von Fußballunternehmen

2

Anleihen sind bereits seit Jahrhunderten ein probates Mittel der langfristigen Refinanzierung von Unternehmen. Im Gegensatz zum klassischen Bankkredit sind Anleihen in der Regel unbesichert und weisen mit fünf bis zehn Jahren längere Laufzeiten auf. Auch strengen financial Covenants wie beim Bankkredit muss sich der Emittent nur selten unterwerfen, wohl aber qualitativen Covenants, die das Management in seinem Gestaltungsspielraum indes kaum einschränken. Die Tilgung der Anleihe erfolgt meist erst mit Endfälligkeit, während bei Bankkrediten die Amortisierung während der Laufzeit die Regel ist. Weitere Unterschiede zum Bankkredit ergeben sich aus den Anleihebedingungen, dem Wertpapierprospekt, dem Rating und den Covenants. Ihre Charakteristika, Ausstattungs- und Abgrenzungsmerkmale werden zum Verständnis der Fußballanleihen im Folgenden kurz zusammengefasst.

2.1 Anleihebedingungen und Termsheet

Die Anleihebedingungen legen das Rechtsverhältnis zwischen dem Emittenten einer Anleihe und seinen Gläubigern fest. Aus diesen lassen sich die den Anlegern zustehenden Zahlungsansprüche (auf Zins- und Rückzahlung) und – sofern vorhanden – weitere Verhaltens- oder Unterlassungspflichten des Emittenten ablesen. In den Anleihebedingungen werden also sämtliche, für die Einschätzung einer Anleihe relevanten Charakteristika beschrieben. Sie sind während der Laufzeit der Anleihe für alle Anleger bindend und können nur durch gleich lautenden Vertrag mit allen Gläubigern (Einstimmigkeitsprinzip) oder durch einen zustimmenden Mehrheitsbeschluss der Gläubiger (Mehrheitsprinzip) geändert werden. Die Anleihebedingungen sind für zudem alle Anleger gleich, was bilaterale Änderungen

zwischen dem Emittenten und einzelnen Gläubigern nicht zulässig macht. Selbst nachdem Änderungen von Anleihebedingungen vorgenommen wurden, dürfen einzelne Gläubiger nicht benachteiligt werden.

Da Anleihebedingungen gewissermaßen die allgemeinen Geschäftsbedingungen einer Anleihe darstellen, gilt für ihre Ausgestaltung die grundsätzliche Vertragsfreiheit einer Privatwirtschaft. Da überraschende Klauseln sowie den Anleger unangemessen benachteiligende Regelungen ohnehin rechtlich nicht zulässig sind, haben sich in der Praxis einige Merkmale herausgebildet, die an den Kapitalmärkten Standardfunktionen eingenommen haben.

Die typischen Bedingungen für eine Unternehmensanleihe bestehen aus folgenden Bestandteilen:¹

- Nennbetrag der Anleihe, Stückelung, Ausgestaltung und Verbriefung;
- Status bzw. Rang der Forderungen aus der Schuldverschreibung;
- Status bzw. Rang von Besicherungen;
- Negativ- bzw. Positivverpflichtung;
- Zinsklauseln;
- Vorzeitige Rückzahlung der Anleihe (Call);
- Vorzeitige Sonderkündigungsrechte der Anleihegläubiger (Put);
- Covenants;
- Möglichkeiten des Emittenten zur Aufstockung der Anleihe;
- Regelungen zur Änderung der Anleihebedingungen oder der Restrukturierung der Anleihe durch Mehrheitsbeschluss der Anleihegläubiger;
- Bestellung eines gemeinsamen Vertreters gemäß SchVG.

Anleihebedingungen sind zur Gänze im Wertpapierprospekt (siehe folgendes Kapitel) wiederzugeben. Aus Vermarktungsgründen – der Wertpapierprospekt umfasst nicht selten mehrere hundert Seiten – werden die Anleihebedingungen zusätzlich häufig in sogenannten Termsheets wie dem folgenden zusammengefasst (Abb. 2.1):

2.2 Der Wertpapierprospekt

Auch wenn Fußballanleihen meist nur die unmittelbaren Anhänger des Vereins adressieren, ist der Emittent zur Erstellung und Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts verpflichtet. Dieser ist nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG)

¹ Vgl. bspw. Hasler P T (2013) Unternehmensanleihen simplified, München, Finanzbuchverlag.

Emittent	Fußballclub Gelsenkirchen-Schalke04 e.V.
Wertpapiergattung	Anleihe
ISIN / WKN Schuldverschreibung	DE000A1ML4T7/ A1ML4T
Börsenkürzel	5S04
Rating (Creditreform)	BB
Emissionsvolumen (EUR)	Nominale bis zu 50.000.000
Stückelung (EUR)	Nominale 1.000,00
Dokumentation	Stand alone
Start Privatplatzierung	15. Mai 2012
Ende Privatplatzierung	10. Mai 2013 (vorzeitige Schließung vorbehalten)
Öffentliches Angebot	In Deutschland, Österreich, Luxemburg
Ausgabepreis (%)	100,00
Rückzahlungsbetrag (%)	100,00
Kupon (%)	6,75
Zinszahlung	Jährlich
Erste Zinszahlung	11. Juli 2013
Rückzahlungstag	11. Juli 2019
Notierung	Entry Standard für Anleihen (Frankfurter Wertpapierbörse)
Zahlstelle	Bankhaus NeelmeyerAG
Joint-Lead Manager	equinetBank AG
Gründe für dasAngebot	Umfinanzierung von Verbindlichkeiten, u. a. zur Rückführung ausstehender Darlehen und der im Jahr 2003 begebenen Anleihen
Rang, Besicherung	nicht nachrangig, unbesichert
Vorzeitige Kündigung bei einem Kontrollwechsel (Gläubiger)	-
Negativverpflichtung (Emittentin)	Keine Bestellung von Sicherheiten zur Besicherung von Kapitalmarktverbindlichkeiten
Drittverzug (Emittentin)	Bei Nichtzahlung von Kreditaufnahmen
Besteuerung (Emittentin)	Taxgross-up,Kündigungsrecht

Abb. 2.1 Termsheet am Beispiel der FC Schalke 04-Anleihe (Quelle: Unternehmensangaben, eigene Zusammenstellung)

immer dann zu veröffentlichen, wenn eine Anleihe öffentlich angeboten werden soll², so wie dies bei Platzierungen über die Börse der Fall ist.

² § 3 Abs. 1 WpPG.

Der Wertpapierprospekt ist das zentrale rechtliche Dokument einer Anleiheemission. In diesem sind alle Angaben zum Geschäftsmodell, zum Markt und Wettbewerb, zum Wertpapier selbst und insbesondere zu den mit der Anleihe bzw. dem Emittenten verbundenen Risiken aufzuführen. Gerade Erstemittenten – zu denen Fußballunternehmen überwiegend zählen – bietet der Wertpapierprospekt eine gelungene Möglichkeit, Unternehmen und Anleihe dem Kapitalmarkt vorzustellen. Ungeachtet dessen besteht für den Verein das zentrale Motiv für seine Erstellung in einer zivilrechtlichen Haftungsfreizeichnung. Hat ein Emittent nämlich alle wesentlichen Angaben vollständig und richtig in den Wertpapierprospekt aufgenommen und insbesondere auf sämtliche Risiken ordnungsgemäß und vollständig hingewiesen, laufen etwaige Schadensersatzansprüche von Zeichnern aus der Prospekthaftung ins Leere.

Bei Fananleihen umfasst der Wertpapierprospekt gewöhnlich zwischen 100 und 200 Seiten. Der Inhalt des Wertpapierprospekts ist gesetzlich vorgeschrieben. Von besonderer Bedeutung sind folgende Themenblöcke:

- die Zusammenfassung des Dokumentes auf den ersten Seiten des Prospekts;
- die strukturierte Darstellung des Geschäftsmodells des Emittenten inklusive der strategischen Ausrichtung, den Alleinstellungsmerkmalen und Wettbewerbsstärken;
- die Darstellung der mit dem Anleiheerwerb verbundenen Risiken, bestehend aus den Risiken des Emittenten, des Marktumfelds und spezifischen Risiken aus der Anleihe selbst; insbesondere rechtliche, steuerliche und technische Risiken, aber auch gesetzliche und regulatorische Rahmenbedingungen, Patente und Lizenzen, Abhängigkeiten von einzelnen Personen und Unwägbarkeiten aus der Finanzierung des Geschäftsbetriebs;
- Beschreibung der Schuldverschreibung und des Angebots selbst, insbesondere Laufzeit, Verzinsung, Ausgabe- und Rückzahlungsbetrag sowie Währung, aber auch Covenants, Besicherungen und Gründe für die Emission (Mittelverwendung);
- die umfängliche Darstellung der Entwicklung der Finanz-, Vermögens- und Ertragslage, in dem die letzten beiden Konzernjahresabschlüsse in testierter Form aufzunehmen sind, die sogenannten F-Pages, die deswegen so heißen, weil sie meist mit einer eigenständigen Nummerierung (beginnend mit F-1) am Ende des Prospekts abgedruckt werden.

Darüber hinaus enthält der Prospekt die Anleihebedingungen, eine Darstellung des Emittenten (insbesondere seiner Organe, des Organigramms und der Geschäftstätigkeit) sowie bestimmte steuerliche Hinweise.

Der Prospekterstellung voraus geht eine intensive Legal Due Diligence, in der die internen und externen Rechtsverhältnisse des emittierenden Unternehmens – zu denen auch eventuelle Verbindungen zu nahestehenden Personen zählen – überprüft werden. Der Prospekt wird abschließend von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin auf Vollständigkeit, Lesbarkeit und innerer Widerspruchsfreiheit – nicht aber auf deren inhaltliche Richtigkeit – geprüft und anschließend gebilligt. Nach der anschließenden Veröffentlichung des Wertpapierprospekts kann sich für den Emittenten eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Nachtrags zum Prospekt entstehen, insbesondere dann, wenn sich ein neuer, wichtiger Umstand oder eine wesentliche Unrichtigkeit in Bezug auf die im Prospekt enthaltenen Angaben ergeben hat. Derartige Aktualisierungen des Wertpapierprospekts sind auf der Homepage durch separate Nachträge zu veröffentlichen.

2.3 Das Rating

Zentrale Aufgabe des ca. sechswöchigen Ratingprozesses ist es, eine standardisierte und weitgehend objektive Aussage über die zukünftige Fähigkeit und rechtliche Verpflichtung des bewerteten Fußballvereins zur termingerechten und vollständigen Erfüllung aller vertragsmäßigen Pflichten, insbesondere also Zins- und Tilgungszahlungen, zu treffen, um damit die langfristige Bestandssicherheit des Unternehmens zu beurteilen. Ratingagenturen erstellen Ratings üblicherweise anhand einer Top-Down-Analyse, d. h. die Bewertung eines Emittenten basiert – in dieser Reihenfolge – auf einer Länder-, Branchen- und Unternehmensanalyse. In allen drei Ebenen kommen sowohl qualitativ-subjektive als auch statistisch-quantitative Merkmale zum Einsatz, wobei die Bedeutung letzterer für das Gesamtrating überwiegt.

Die größten und bekanntesten Ratingagenturen sind die drei US-amerikanischen Ratingagenturen Standard & Poor's (gegründet 1916), eine Tochter des Medienkonzerns McGraw-Hill, die börsennotierte Moody's (gegründet 1909) und Fitch Ratings (gegründet 1924), Tochter des französischen Finanzdienstleisters Fimalac-Holding sowie der Hearst Corporation. Zusammen kommen sie auf etwa 95 % Weltmarktanteil aller erstellten Unternehmens- und Anleihe-Ratings. Die drei Agenturen können auf umfangreiche Datenbanken und ein internationales Netzwerk zurückgreifen, so dass ihr Urteil bei den institutionellen Investoren von erheblicher Bedeutung ist.

Bei deutschen Fußballanleihen sind die globalen Ratingagenturen bislang jedoch nicht in Erscheinung getreten, was insbesondere daran liegt, dass es ihnen an geeigneten Benchmark-Größen für das Rating nichtbörsennotierter deutscher mit-

telständischer Unternehmen fehlt. Ihren Platz hat stattdessen eine Reihe deutscher Ratingagenturen eingenommen, deren prominentesten die Creditreform Rating AG aus Neuss, die Euler Hermes Rating GmbH aus Hamburg und die Scope Holding GmbH aus Berlin sind.³

Das Rating wird durch ein verständliches Buchstaben- bzw. Zahlensymbol operationalisiert und gegebenenfalls zur weiteren Differenzierung mit einem Tendenzzeichen versehen: Bei S&P wird der Buchstabencode mit einem Plus- oder Minuszeichen ergänzt, bei Moody's durch den Zahlenzusatz 1, 2 oder 3. Nur die höchste und die beiden niedrigsten Ratingkategorien werden ohne eine solche Tendenz angegeben. Darüber hinaus versehen die Ratingagenturen ihre Bewertung mit einem positiven, stabilen oder negativen Ausblick, der einen Hinweis darauf geben soll, in welche Richtung sich das Rating beim nächsten Update verändern könnte.

Die Buchstabensymbole lassen sich grundsätzlich in zwei Gruppen zusammenfassen:

- Anleihen der höchsten vier Kategorien, also mit einem Rating von nicht schlechter als BBB- bzw. Baa3, werden als Investment- oder High-Grade bezeichnet. Unternehmen oder Staaten mit dieser Zensur wird eine zumindest angemessene Deckung von Zins und Tilgung attestiert. Die Ratingagenturen gehen davon aus, dass diese Emittenten über ein ausreichendes Liquiditätspolster verfügen und selbst dann noch ihren Verpflichtungen nachkommen können, wenn sich die Einnahmensituation etwa im Fall eines Abstiegs verschlechtern sollte. Zwar bedeutet ein AAA-Rating nicht, dass ein Emittent nicht ausfallen kann, jedoch ist die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls bei einer AAA-Anleihe (theoretisch) geringer als bei einer mit AA gerateten Anleihe.
- Anleihen der untersten fünf Kategorien, also mit einem Rating schlechter als BBB- oder Baa3, werden als Sub-Investment-Grade-, Speculative-Grade- oder High-Yield-Anleihen, seltener auch als Junk Bonds, wörtlich Schrottanleihen, bezeichnet. Sie sind durch ein höheres Ausfallrisiko gekennzeichnet, da die Emittenten zwar noch ihre Kredite verzinsen und zurückzahlen können, jedoch nur, wenn sich die Konjunktur nicht nachhaltig und nennenswert verschlechtert. Je nach Bonität können Änderungen im Umfeld des Emittenten finanzielle Probleme auslösen, die eine Zins- oder Tilgungszahlung erschweren können. Im Extremfall können ausstehende Verbindlichkeiten nur dann bedient werden, wenn der Emittent selbst wieder Anschlusskredite erhält – womit sie bei strenger Auslegung bereits überschuldet sind (Abb. 2.2).

³ Die vollständige Liste aller in Europa registrierten Ratingagenturen findet man auf den Internetseiten der European Securities and Markets Authority (ESMA) unter www.esma.europa.eu.

	Ratingagenturen und Ratingklassen					Bonitätseinstufung / Klassenbeschreibung
	Moody's	S&P	Fitch	Creditreform	Euler Hermes	
Investment Grade	Aaa			AAA		- Sehr gut, höchste Bonität - Praktisch kein Ausfallrisiko
	Aa1			AA+		
	Aa2			AA		- Sehr gute bis gute Bonität - Hohe Zahlungswahrscheinlichkeit
	Aa3			AA-		
	A1			A+		Gute bis befriedigende Bonität
	A2			A		- Angemessene Deckung von Zins und Tilgung - Viele gute Investmentattribute, aber auch Elemente, die sich bei Veränderung der wirtschaftlichen Lage negativ auswirken können
	A3			A-		
	Baa1			BBB+		Befriedigende Bonität
	Baa2			BBB		- Angemessene Deckung von Zins und Tilgung - Spekulative Charakteristika oder mangelnder Schutz gegen wirtschaftliche Veränderungen
	Baa3			BBB-		
Speculative Grade	Ba1			BB+		- Ausreichende Bonität - Sehr mäßige Deckung von Zins und Tilgung, auch in gutem wirtschaftlichen Umfeld
	Ba2			BB		
	Ba3			BB-		
	B1			B+		- Mangelhafte Bonität - Geringe Sicherung von Zins und Tilgung
	B2			B		
	B3			B-		
	Caa1		CCC+		CCC	Ungenügende Bonität
	Caa2		CCC		CC	Niedrigste Qualität, geringster Anlegerschutz
	Caa3		CCC-		C	Akute Gefahr eines Zahlungsverzugs
	Ca		CC		D	Default, Insolvenz des Emittenten
		C				Default
		D	RD			Restricted Default (ohne Insolvenzverfahren) bzw. Default
			D			Default (mit Insolvenzverfahren bzw. Geschäftsaufgabe)

Abb. 2.2 Ratingnoten und ihre Bedeutung. (Quelle: Ratingagenturen, eigene Zusammenfassung)

Jahre	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AAA	0,00	0,03	0,14	0,26	0,38	0,50	0,56	0,66	0,72	0,79
BBB	0,25	0,70	1,19	1,80	2,43	3,05	3,59	4,14	4,68	5,22
CCC	27,39	36,79	47,12	45,21	47,64	48,72	49,72	50,61	51,88	52,88

Abb. 2.3 Globale durchschnittliche kumulierte Ausfallwahrscheinlichkeiten 1981–2010. (Quelle: Standard & Poor's 2013)

Die Buchstabenfolgen sind Symbole einer gemeinsamen Marktsprache, die weltweit akzeptiert und gesprochen wird. Anhand des Ratings kann das Risiko einer Anleihe schnell und einigermaßen zuverlässig überprüft werden. Eine Anleihe mit einem guten Rating sollte einen niedrigeren Kupon aufweisen als eine Anleihe mit einem schlechteren Rating.

Die Ratingsymbole geben zunächst eine eindimensionale und ordinale Reihenfolge an, mit der die Bonität der gerateten Anleihen gemessen wird. Für den Anleger erhält das Rating seine Bedeutung aus dem Zusammenhang zwischen Ratingnote und Ausfallquote bzw. Ausfallwahrscheinlichkeit, auch probability of default oder kurz PD genannt. Dabei kann beobachtet werden, dass das Niveau der Ausfallwahrscheinlichkeiten im Zeitablauf nicht konstant verläuft, sondern schwankt. Der Anleger kann sich also nicht darauf verlassen, dass die aktuelle Ausfallwahrscheinlichkeit einer Anleihe im Zeitablauf stabil bleibt. Entscheidend für die Qualität einer Ratingagentur ist daher, dass schlechtere Noten einer Ratingagentur tendenziell höhere Ausfallraten aufweisen als bessere. Die Stärke dieses Zusammenhangs kann allein durch eine Analyse der historischen Ausfallwahrscheinlichkeiten ermittelt werden.

In Abb. 2.3 werden die von Standard & Poor's ermittelten Ausfallwahrscheinlichkeiten jeder Rating-Stufe dargestellt. Zu erkennen ist der zeitliche Verlauf der Ausfälle von Unternehmen, die mit einem bestimmten Rating gestartet sind. Ein Unternehmen, das eine Anleihe mit einem anfänglichen Rating von BBB platzieren konnte, ist nach fünf Jahren mit einer Wahrscheinlichkeit von 2,43 % ausgefallen. Mit anderen Worten: Die statistische Wahrscheinlichkeit, dass eine Anleihe mit einem Rating von BBB nach drei Jahren nicht ausgefallen ist, liegt bei $100\% - 1,19\% = 98,81\%$.

2.4 Covenants

Covenants, auf Deutsch etwa Kreditvereinbarungsklauseln, sind Bestimmungen in Anleiheverträgen, die die Interessen der Investoren schützen und den Anlegern zusätzliche Sicherheiten geben sollen. Ihre zentrale Zielsetzung ist, beim Schuld-

ner ein Verhalten zu erwirken, das im Sinne des Gläubigers ist. Vom juristischen Standpunkt aus sind Covenants vertraglich vereinbarte Verhaltenspflichten, deren Nichteinhaltung einen Vertragsverstoß darstellt und damit den Gläubiger der Anleihe zur Kündigung des Kreditvertrages berechtigt.

Grundsätzlich sollten Covenants so festgelegt werden, dass Gläubiger bei ihrer Verletzung frühzeitig eine drohende Liquiditätskrise erkennen und entsprechende Gegenmaßnahmen einleiten können. Daneben können Covenants den Emittenten in ein Verhaltenskorsett schnüren, das ihm bestimmte Handlungen untersagt, welche die Zinszahlungen oder Kredittilgung gefährden könnten. Insofern sind Covenants ein Glaubwürdigkeitssignal des Managements, sich stets im Sinne der Anleihegläubiger zu verhalten. Kein Wunder also, dass der Einfluss von Covenants auf die Platzierung von High-Yield-Bonds oder von Mittelstandsanleihen durch die jüngste Finanzmarktkrise deutlich zugenommen hat. Häufig kann erst durch die Gewährung von Covenants die Grundlage einer positiven Investitionsentscheidung gelegt werden.

Inhaltlich unterliegen Covenants allein der Schuldner-Gläubiger-Beziehung und können in einer Privatwirtschaft frei gestaltet werden. Dennoch hat sich in der Kapitalmarktpaxis eine Garnitur typischer Covenants herausgebildet, die für die Beurteilung von Anleihen von besonderer Bedeutung sind. Sie lassen sich unterscheiden in

- affirmative oder positive Covenants (Handlungspflichten), die den Schuldner zur Einhaltung bestimmter Zielvorgaben verpflichten,
- negative Covenants oder Unterlassungspflichten, die den Schuldner anhalten, bestimmte unternehmerische Entscheidungen zu unterlassen,
- informative Covenants (Information Undertakings), die den Schuldner zur Einhaltung bestimmter Informationspflichten anhalten, und
- financial Covenants, die den Schuldner zur Einhaltung bestimmter betriebswirtschaftlicher Kennzahlen verpflichten (Abb. 2.4).

Tendenziell sollten Covenants bei Fußballanleihen eine besonders große Bedeutung haben, da diese meist nicht über ein Bankenkonsortium (also als Fremdemission) begeben werden, sondern als Eigenemission (siehe Kap. 3). Eine Fremdemission bietet einem Emittenten im Bereich des Neuemissionsprozesses neben der Strukturierung der Anleihe und der Zurverfügungstellung von Kundenkontakten auch eine Reputationsleihe: Denn versäumt es das Bankensyndikat, grundlegende Risiken eines Emittenten zu identifizieren, die im Extremfall zu einem Ausfall der Anleihe führen können, nimmt die in der Regel langfristig ausgelegte Geschäftsbeziehung der Konsortialbanken zu ihren institutionellen Anlegern schweren Schaden. Effek-

Covenants			
Non-Financial oder General Covenants			Financial Covenants
Affirmative Covenants	Negative Covenants	Informative Covenants	
Einholung von Genehmigungen	Besicherungen	Jahresabschluss	Eigenkapital
Rechnungslegungs-vorschriften	Bürgschaften	Quartals- oder Zwischenberichte	Finanzverbindlichkeiten
Einhaltung von Versicherungspflichten	Ausschüttungen	Einhaltung der (Quasi-) Ad hoc-Pflicht	Ertragsentwicklung
Organschaftserklärungen	Mehrheit der Stimmrechte	Veröffentlichung von Ratings	Liquiditätslage
Einhaltung von Betriebsgenehmigungen	Verkauf von Unternehmensteilen	Pflege des Unternehmenskalenders	Cashflow

Abb. 2.4 Überblick über Covenants. (Quelle: Eigene Zusammenstellung)

tive Covenants im Bereich von Fußballanleihen können daher geeignet sein, die fehlende Reputationsleihe einer Eigenemission zu kompensieren.

Verweigert ein Emittent dagegen die Gewährung bestimmter Covenants, so sendet er ein deutliches Signal an seine Investoren – das allerdings richtig zu interpretieren ist: Lehnt der Emittent zum Beispiel einen Covenant zum Verschuldungsgrad ab, muss befürchtet werden, dass der Emittent diesen in der Folgezeit nachhaltig erhöhen wird. Um dieses Risiko zu kompensieren, werden Anleger einen höheren Bonitätsaufschlag fordern. Im Extremfall einer vollumfänglichen Covenants-Verweigerung könnte sich ein Investor außer Stande sehen, das zusätzliche Risiko verlässlich einzuschätzen, was die Platzierung der Anleihe erschweren oder unmöglich machen würde.

Anleihen von Fußballunternehmen in Deutschland
Finanzierung im Spannungsfeld von emotionaler
Bindung und Rendite

Hasler, P.T.

2014, VII, 37 S., Softcover

ISBN: 978-3-658-06099-2